第７章　企業行動から見た資金循環の論点

田中　賢治[1]

【要旨】

日本では非金融法人企業の貯蓄超過（資金余剰）が1990年代後半から続いており、四半世紀にわたる貯蓄超過は世界的にみて異例である。企業の貯蓄超過は設備投資の弱さを反映している。設備投資とは、「今」の便益を犠牲にして「将来」にわたる便益（利潤）を得るための企業活動であるため、企業の成長期待と密接な関係がある。しかし、2010年代に企業利益が堅調に増加したにもかかわらず、成長期待を反映するいわゆるトービンのq（株式市場での評価）の上昇ペースは鈍かった。田中（2019）の設備投資関数の推定から、2010年代に設備投資が盛り上がらなかった要因として、低い成長期待に加えて、将来の不確実性や過去の設備投資の失敗経験が指摘できるが、それらのほかに、長期的な視点からは企業の社齢の上昇も設備投資に負の影響を及ぼしていた。

2010年代に入り堅調な企業収益のもと内部留保が拡大したが、その資金は現預金だけでなく対外直接投資へ向かった。成長期待の低い国内で設備投資を行うのではなく、それによって生じた企業の資金余剰が成長期待の高い海外で従来型のビジネスを横展開する形で運用され、さらに稼いだ資金を海外で再投資するという企業行動が見られる。

企業行動をマクロの視点から捉えなおすと、家計消費をはじめとした内需の弱さと企業の設備投資の弱さは整合的であり、成長期待の弱さは企業部門に限った話ではない。拡充した自己資本を将来の成長分野拡大のために有効活用していない企業に対して、投資家の見る目は厳しく、投資家は企業の成長を期待できずにいる。日本の企業・産業は新陳代謝が悪く、顔ぶれの変わらない企業の社齢は年々上昇しており、旧態依然とした企業・産業に経営資源が張り付いてしまったことで、テクノロジーの変化や需要のシフトに対応できずにいる。自己資本の有効活用を阻む要因として、企業ガバナンスの問題だけでなく、流動性の低い労働市場といった経済社会環境の存在が指摘できる。張り付いた経営資源が、新しい成長分野を求めて動き出していくには、柔軟な労働市場が不可欠であり、労働市場の流動性を制約するさまざまな制度の見直しが求められる。

1. はじめに−企業行動の概観

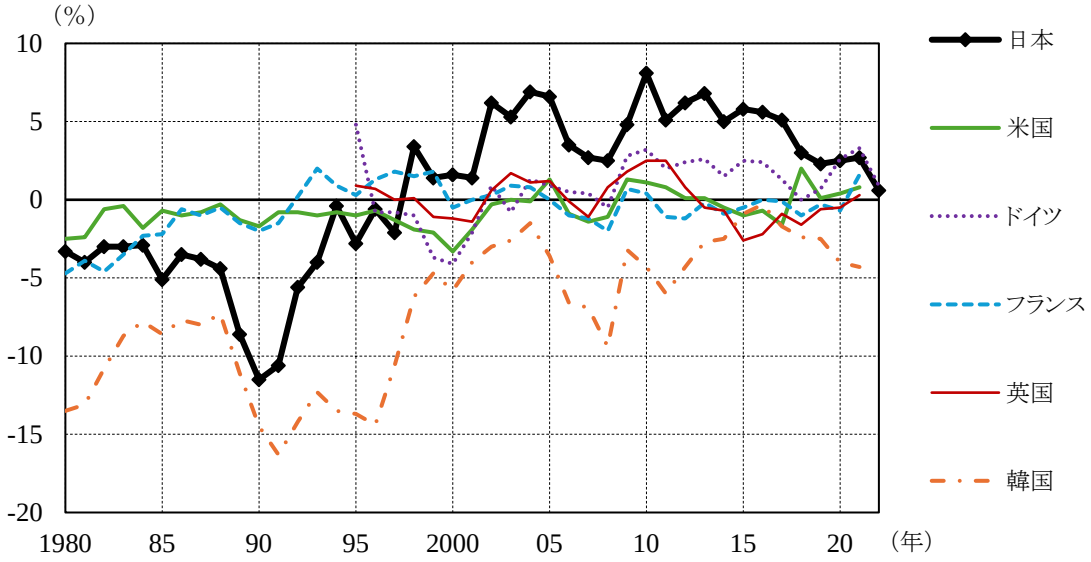
本稿では、日本の資金循環について企業行動の観点から分析し、その現状と今後の課題について考察を行う。まず、基本的なデータを用いて日本の企業行動を概観する。

図表1は、SNAを用いて非金融法人企業部門の貯蓄投資バランスを国際比較したものであ

[1] 帝京大学経済学部教授

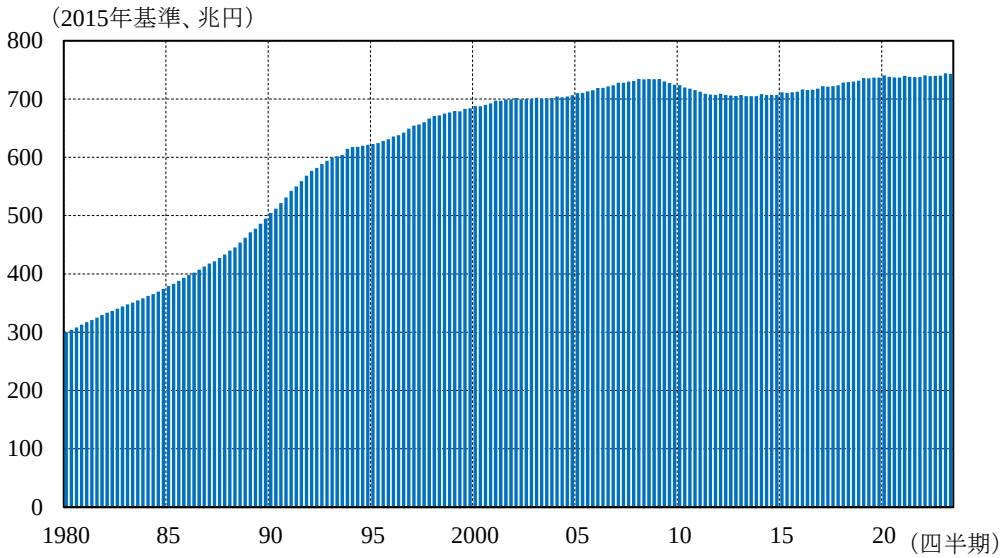
る。この図を見ると、先進6ヵ国の中で日本ほど企業の貯蓄超過が長期にわたって一貫して続いている国は存在しないことが分かる。日本では、1990年代後半に貯蓄超過に転じて以降、四半世紀にわたりその状況が継続しており、これは日本の企業部門の大きな特徴と言える。

図表1　非金融法人企業部門の貯蓄投資バランス（対GDP比）[2]



（出所）日本は内閣府「国民経済計算」、それ以外はOECDデータ

図表2　民間企業資本ストック（実質値）の推移

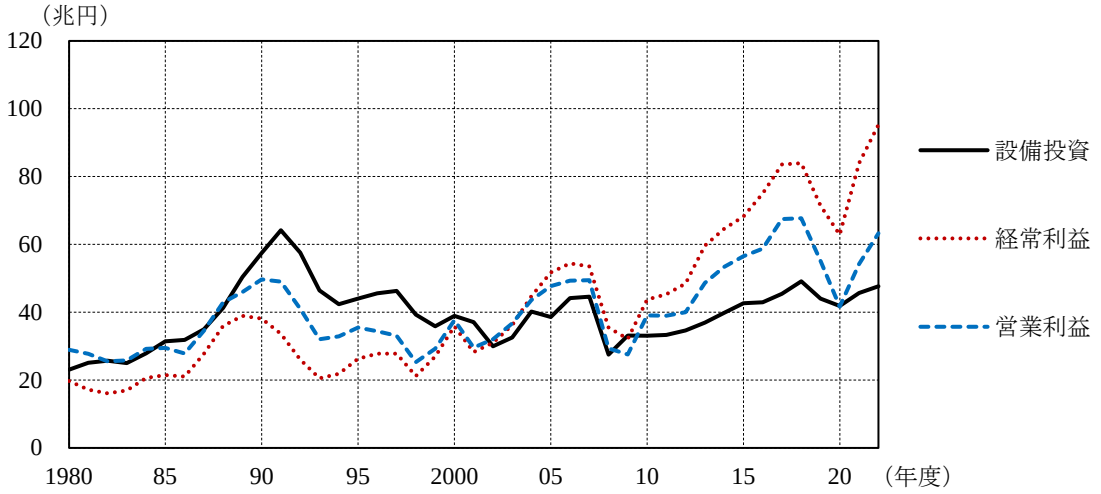


（出所）内閣府「固定資本ストック速報」

[2] 貯蓄投資バランスのプラスは企業部門の資金余剰を示しており、設備投資が自己資金の範囲内にとどまっていること意味する。それに対して、貯蓄投資バランスのマイナスは企業部門の資金不足を示し、自己資金以上の資金を使って設備投資を行っていることを意味している。

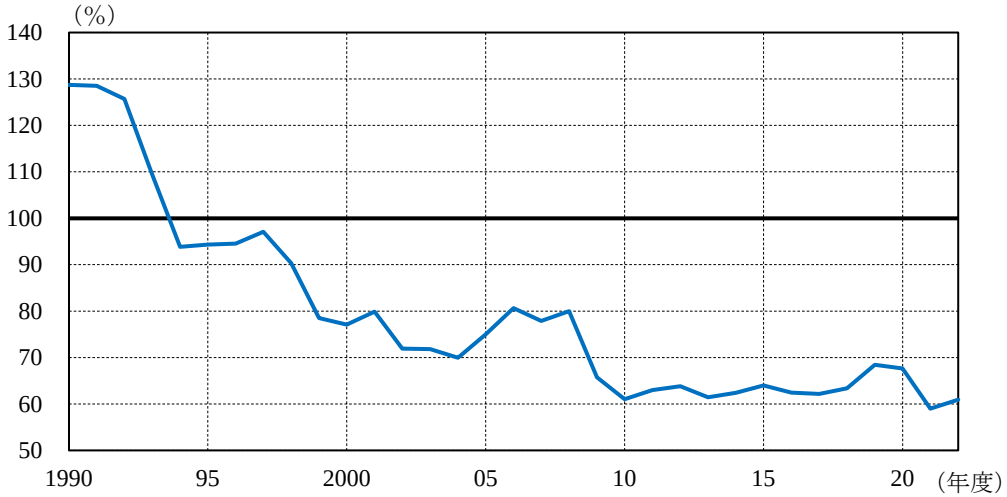
企業の貯蓄超過は、言い換えれば投資不足でもあり、国内設備投資の弱さを反映している。図表2に示した民間企業資本ストックの推移を見ると、貯蓄超過に転じた1990年代後半以降はおおむね横ばいで推移しており、設備投資の弱さが指摘できる。

図表3　設備投資と企業利益



（注）全規模全産業（金融・保険業を除く）
（出所）財務省「法人企業統計年報」

図表 4　設備投資対キャッシュフロー比率

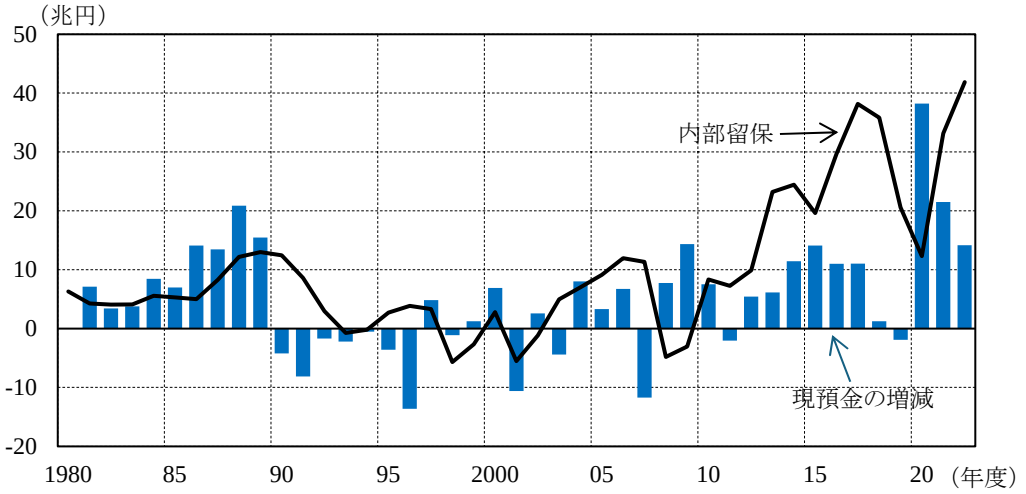


（注）全規模全産業（金融・保険業を除く）、キャッシュフロー＝経常利益÷2+減価償却費
（出所）財務省「法人企業統計季報」

設備投資の動きが弱いのは企業が儲かっていないからではない。図表3に示した設備投資と企業利益の推移を見ると、2010年度以降は、新型コロナウィルス感染症（以下、コロナ・ショックという）の影響を強く受けた2020年度を除き、営業利益、経常利益とも極めて堅調

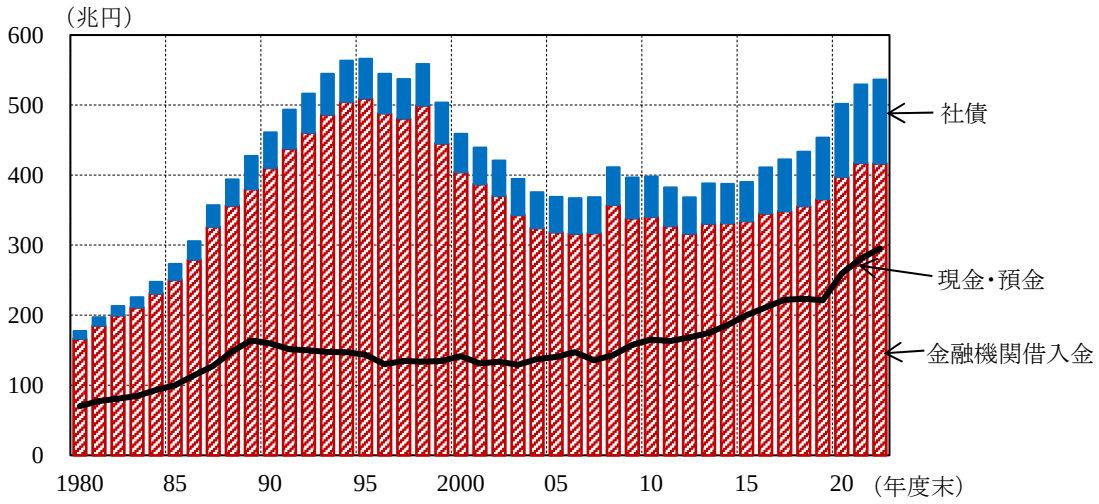
に増加している。設備投資も増えてはいるものの、利益の伸びと比べて大きく見劣りし、キャッシュフローに対する設備投資の比率を計算すると（図表4）、企業の設備投資は1990年代半ば頃から、一貫してキャッシュフローの範囲内に収まっていることが分かる。

図表5　企業の内部留保と現預金の増減



（注）全規模全産業（金融・保険業を除く）、内部留保は社内留保（＝当期純利益－配当金計）を用いた
（出所）財務省「法人企業統計年報」

図表6　企業の現預金と有利子負債



（注）全規模全産業（金融・保険業を除く）
（出所）財務省「法人企業統計年報」

2010年代に入ってからの企業利益の堅調な増加に伴い、企業の内部留保が拡大し、それと歩調を合わせるように企業に現預金が積みあがっている（図表5）。一方、企業の現預金と有利子負債の残高の推移を示した図表6を見ると、1990年代後半から企業の有利子負債は減少

傾向にあったが、2010年代前半に増加に転じている。また、コロナ・ショックが発生した2020年度には有利子負債が大幅増となったが、同時に現預金も拡大したことが分かる。

ここまでの基本的なデータから読み取れる企業行動は、以下のようなものである。日本では、企業の設備投資は1990年代から力強さを欠き、とりわけ2010年代以降は、企業利益が堅調に増加したにもかかわらず設備投資は盛り上がらず、企業に現預金が積み上がった。この設備投資の弱さが日本全体の資金循環に大きな影響を及ぼし、世界的に異例とも言える、長期にわたる貯蓄超過、言い換えれば、資金余剰につながってきた。

1990年代からの日本経済は長期停滞とも言える低成長が続いており、設備投資の動きは日本経済の長期停滞と整合的である。設備投資が盛り上がりを欠いたから日本経済の停滞が続いたのか、日本経済が停滞したから設備投資が盛り上がらないのか、基本的なデータからその因果関係について判断するのは困難だが、ある種の悪循環に陥っているとも言える。そこで本稿では、企業行動に着目して日本の資金循環について分析することで、世界的に見て異例な資金循環を生み出した日本の企業行動の背景に、何があったのかについて明らかにしていく。

本稿の構成は以下のとおりである。続く第2節では、田中（2019）の実証分析の結果をもとに、日本の企業部門の貯蓄超過（資金余剰）の背景にある設備投資の弱さの要因について考察する。第3節では、統計データから企業の資金余剰がどこへ向かっているのかを見ていく。以上の分析を踏まえ、最後に第4節で、日本企業のかかえる課題をマクロ経済全体から見て捉えなおし、政策的なインプリケーションについて考察する。

2. 弱い国内設備投資

なぜ、国内で設備投資が盛り上がらないのか。本節では、まず、設備投資と成長期待との関係を議論し、そのうえで田中（2019）の設備投資関数の推定結果をもとに設備投資の制約要因について考察する。さらに、人手不足や新技術、脱炭素化といった企業を取り巻く環境変化が、これまで企業の設備投資を促してきたのかについても検討する。

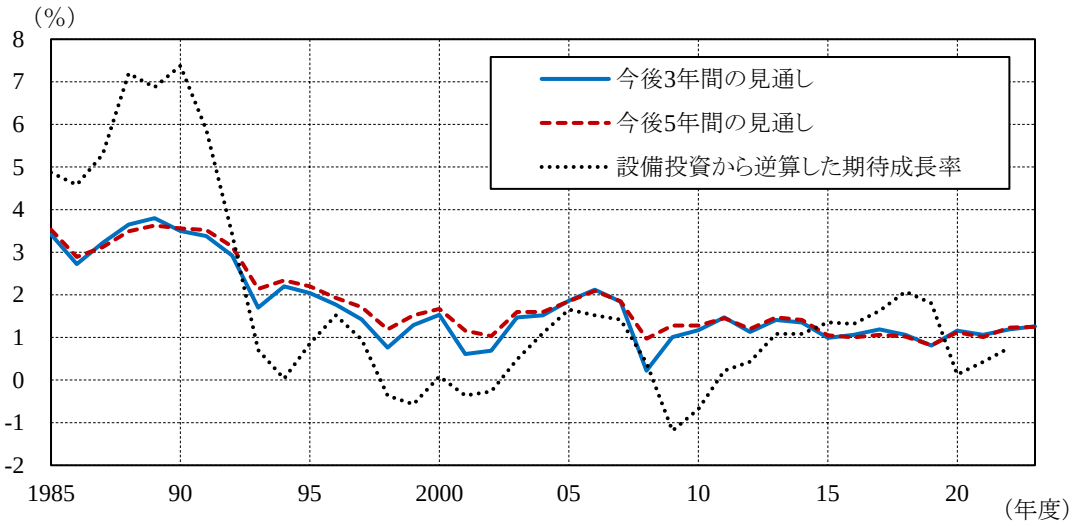
(1) 盛り上がらない期待成長率

設備投資は、「今」の便益を犠牲にして、「将来」にわたる便益（利潤）を得るための企業活動である。「今」を犠牲にするため、「今」に何かしらの制約[3]があれば、それが設備投資を躊躇させる誘因となるが、2010年代に入り企業収益はコロナ・ショックのときを除き堅調であり、企業の財務体質は改善している。「今」を犠牲にする余裕があるなら、設備投資を意思決定する際に、「将来」にわたって利潤が期待できるかどうかという本来の判断基準の重要性が増すと考えられる。

[3] 例えば、バブル崩壊後の過剰債務と過剰設備や、リーマン・ショック後の流動性制約などが挙げられる。

内閣府が行った企業アンケートによる「企業の実質経済成長見通し」を見ると（図表7）、今後3年間、5年間とも期待成長率は2023年度時点で1.3%にとどまっている。さらに、設備投資から逆算した期待成長率[4]を見ても、2022年度で0.8%にとどまっており、成長期待の低下とともに企業が抱く「将来」の利潤に対する期待が低下し、設備投資から力強さが失われたように見える。

図表7　「企業の実質経済成長率見通し」と「設備投資から逆算した期待成長率」



（出所）企業アンケートの期待成長率は内閣府「企業行動に関するアンケート調査」、設備投資から逆算した期待成長率は内閣府「国民経済計算」「固定資本ストック速報」から試算。

成長期待を反映した設備投資の理論としてトービンのq[5]理論がある。そこで、財務省「法人企業統計季報」を用いてトービンのqを試算し、図表8に示した。株価に東証上場株を用いているため正確なデータではないが[6]、設備投資／資本ストックとトービンのqが概ね歩調を合わせた動きをしていることが確認できる。2010年度以降に着目すると、トービンのqは緩やかな上昇にとどまり、それに合わせて設備投資も緩やかな増加にとどまっていることが

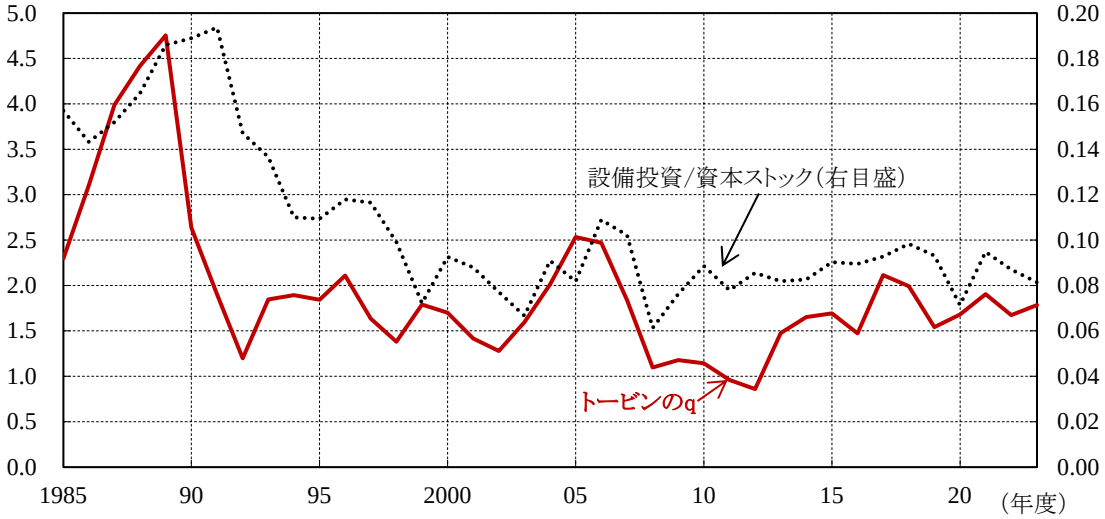
[4] 次の関係式に基づき、設備投資の伸びから、それと整合的な期待成長率を逆算したもの。
$I/K_{-1} = I/I_{-1} \times I_{-1}/K_{-1} = Y^* + \gamma + \delta$
（I：設備投資、K：資本ストック、Y^*：期待成長率、γ：資本係数の上昇トレンド、δ：減耗率）

[5] トービンの q は、企業の市場価値／設備の再調達コストで表すことができる。q >1 となるとき、企業の市場価値が設備の再調達コストを上回っている状態であり、「企業が追加投資をすることによって企業価値が高まる」と市場が判断していることを意味する。なお、本稿で用いるトービンの q の計算方法の詳細は補論を参照されたい。

[6] 法人企業統計季報の全規模全産業（金融・保険業を除く）を対象としているため、上場企業だけでなく未上場企業も含まれているが、未上場企業には市場で評価された株価が存在しない。ここでは、自己資本を時価評価する際に東証上場株の株価を用いており、上場企業だけでなく未上場企業も東証上場株と同様の動きをしていることを前提としている。また、グローバルな事業展開をしている企業では、国内だけでなく海外の事業展開を含めて株価が形成されるため、株価を用いて算出されたトービンの q と国内設備投資との関係は幅を持ってみる必要がある。

確認できる。

図表8　設備投資とトービンのq



（注）全規模全産業（金融・保険業を除く）、2023年度は4-9月、株価は東証上場株を使用している。
（出所）財務省「法人企業統計季報」を用いて筆者推計

(2) 設備投資関数の推定と結果の解釈

田中（2019）では、リーマン・ショックを引き金とした世界金融危機を乗り越えて日本企業の収益が著しく改善する局面で、なぜ設備投資が力強さを欠いたのか、その原因について分析している。図表9に、成長期待を表す指標としてトービンのqを用いた、トービンのq型の設備投資関数の推定結果を示した。他の説明変数として、不確実性、コーポレートガバナンス、財務制約、過去の設備投資の失敗経験などを表す指標を採用しており、それぞれ以下の変数を用いている。

図表9 設備投資関数（パネル推定、固定効果）

	1993-2015年度	1993-2000年度	2001-2008年度	2009-2015年度
トービンのq	0.0055 (7.80)***	0.0092 (4.78)***	0.0086 (9.16)***	0.0060 (3.62)***
不確実性	-0.0928 (-7.10)***	-0.1792 (-5.43)***	-0.1056 (-6.06)***	-0.0354 (-1.66)*
3大株主持株比率	-0.0095 (-0.67)	0.0368 (1.13)	-0.0164 (-0.79)	-0.0344 (-2.23)**
海外持株比率	0.0343 (1.89)*	0.1009 (2.29)**	-0.0149 (-0.44)	0.0406 (1.03)
負債/総資産比率	-0.0909 (-8.01)***	-0.1110 (-3.42)***	-0.0523 (-3.25)***	-0.0494 (-1.85)*
現預金/総資産比率	0.0824 (5.48)***	0.1290 (11.45)***	0.0513 (1.74)*	0.1366 (2.46)**
過去の設備投資の失敗経験	-0.0277 (-2.54)**		-0.0801 (-7.26)***	-0.1158 (-6.30)***
産業内1社集中度	0.0179 (0.77)	0.1675 (3.12)***	-0.0002 (-0.01)	0.0219 (1.45)
産業別実質為替レート変化率	-0.0138 (-1.03)	-0.2905 (-4.07)***	-0.0063 (-0.10)	-0.0125 (-0.40)
企業規模(総資産の対数値)	0.0039 (0.81)	-0.0343 (-2.22)**	-0.0182 (-1.08)	0.0094 (0.49)
社齢(対数値)	-0.1536 (-5.98)***	-0.1364 (-2.20)**	-0.3235 (-5.45)***	-0.2083 (-3.28)***
Adj. R2	0.123	0.117	0.167	0.197
Number of observations	46,885	16,096	16,767	14,022

（注）説明変数は、設備投資／資本ストック（1期前）。カッコ内はt値。*，**，***はそれぞれ10%，5%，1%の水準で統計的に有意であることを示す。

（出所）田中（2019）

不確実性は、企業の直面する需要の不確実性のことであり、実質売上高増減率の過去3期の標準偏差を用いている。コーポレートガバナンスについては、株主による規律付けの観点を重視し、3大株主持株比率と海外持株比率を用いている。財務制約については、財務健全性を示す基礎的な指標として負債／総資産比率を用い、さらに、企業が現預金を貯め込むばかりで設備投資に消極的という批判に応えるため、現預金／総資産比率を用いている。また、過去の設備投資の失敗経験については、過去に大型投資[7]をした企業のROAが、大型投資の開始直前の年度よりも低下した場合に、低下した年度以降を1とするダミー変数を用いている。

推定結果を上から順に確認すると、トービンのqは全ての期間で有意に正の値を示し、将来の成長期待と設備投資との密接な関係が見て取れる。これは、トービンのqの上昇が弱いと、設備投資が微増にとどまることを示しており、設備投資の弱さの要因として成長期待の弱さを指摘できる。また、トービンのqの係数が2009年度以降低下しており、ここからトービンのqに対する設備投資の感応度が弱まっていることが分かる。

不確実性は有意に負の値を示しており、将来の不確実性が設備投資に負の影響を与えていると言える。また、図表9には掲載していないが、推定モデルにトービンのqと不確実性との交差項を説明変数として導入すると有意に負の値となることが確認されており、トービンのqの係数低下に不確実性が影響している可能性が指摘されている。

コーポレートガバナンスについては、時期によって結果が異なるものの、全期間の推定で海外持株比率が有意に正の値となっており、海外株主による規律付けが設備投資を促す効果を見て取れる。

財務制約については、負債／総資産比率が有意に負の値を示しており、財務面での制約による設備投資への負の影響を確認できるものの、2010年代に入ってから財務体質は改善し

[7] 大型投資とは各企業の資本ストックの20%を超える設備投資を指す。

ているため、近年ではこれが大きな制約になっているとは考えにくい。一方、現預金／総資産比率は有意に正の値を示している。

また、過去の設備投資の失敗経験のダミー変数は、有意に負の値を示しており、過去の設備投資が期待した収益を生まなかったことが、その後の設備投資の意思決定に負の影響を及ぼした可能性について指摘されている。

これらの説明変数以外に、設備投資に対して有意な結果を示した変数として社齢が指摘できる。社齢はいずれの時期でも有意に負の値を示しており、このことは企業の新陳代謝の悪さが設備投資の抑制要因の1つであることを示唆している。

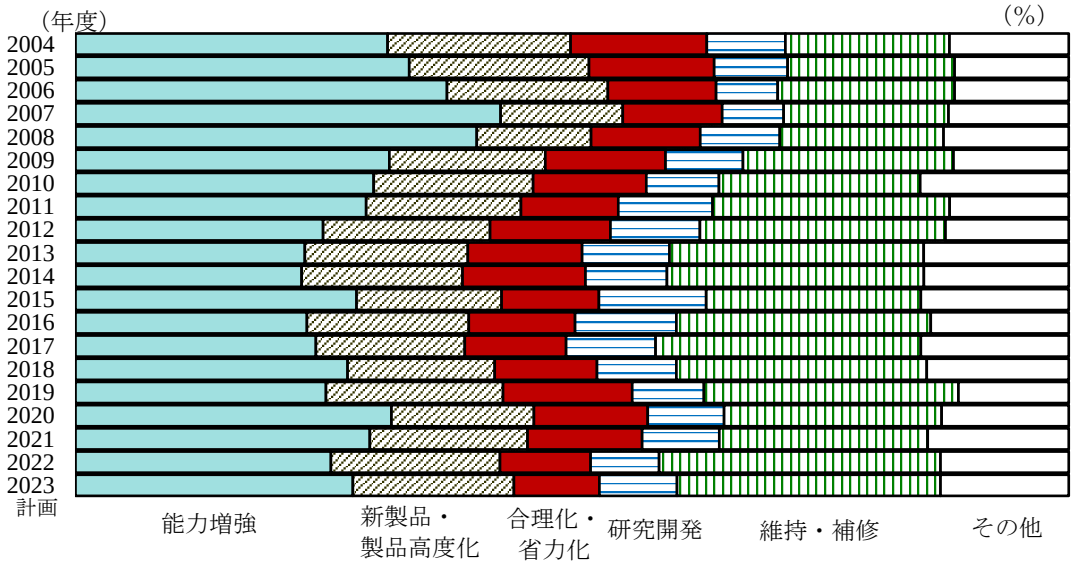
以上をまとめると、世界金融危機を乗り越えてからの設備投資の制約要因として、成長期待の弱さ、不確実性、過去の投資の失敗経験の3つを指摘することができ、長期的な観点からは、社齢の上昇が設備投資に負の影響を及ぼした可能性がある。

(3) 設備投資へ影響を及ぼすその他の要因

経済理論では、人手不足になると、資本と労働の相対価格の変化を通じて設備投資が促されると想定されるが、近年見られる人手不足は、今のところ設備投資に対する強力な押し上げ要因になっているとは言い難い。

図表10は、日本政策投資銀行「設備投資計画調査」から大企業製造業の投資動機の推移を示したものである。この図を見ると、「合理化・省力化」の項目の回答割合が、ここ数年の人手不足にもかかわらず広がっていないことが確認できる。

図表10　大企業製造業の投資動機の推移



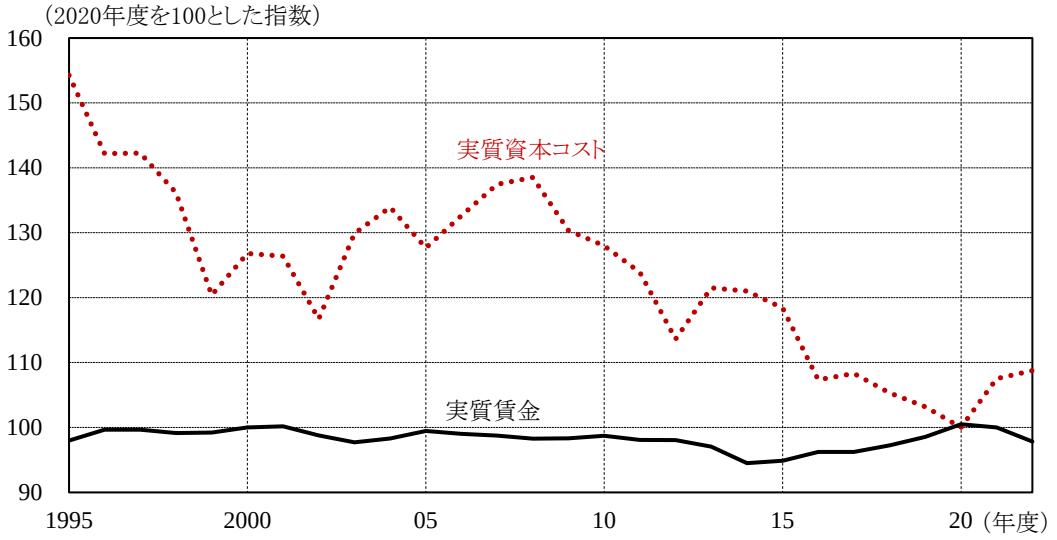
（注）資本金10億円以上の民間法人企業（金融・保険業を除く）を対象。設備投資全体に占める各投資動機の金額の構成比

（出所）日本政策投資銀行「設備投資計画調査」

この理由を探るために、資本と労働の相対価格を見てみる。図表11に、1995年度以降の資本と労働の価格を実質値で示した。実質資本コストは2000年代後半から低下傾向にあったが、2020年度を境に上昇に転じている。一方、ここ数年の物価上昇で実質賃金は低下したため、2020年代に入ってからは、資本の割安感が失われている。図表12は、資本労働比率と、資本と労働の相対価格をプロットしたものである。この図を見ると、2020年代に入り、資本が割高になったことで、設備投資に負の影響が及んでいることが確認できる。実質賃金が上がれば資本の割高感が和らぎ、設備投資を促す要因になると考えられるが、それにはインフレ率を上回る賃上げと、それを可能にする企業利益が求められる。

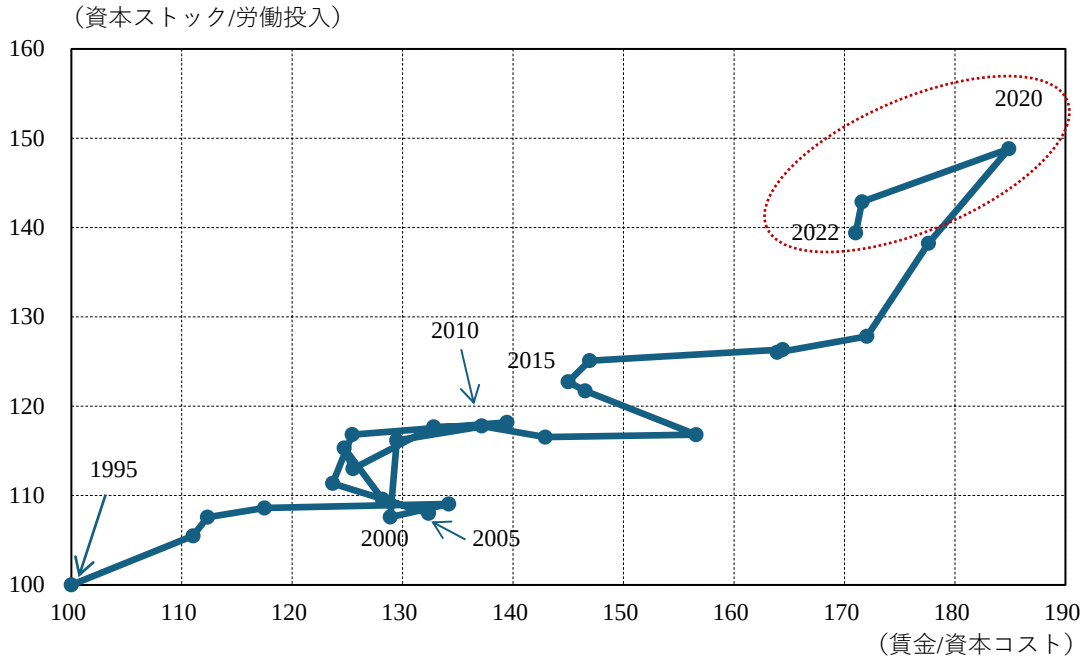
図表13は、2021年度から2022年度にかけての上場企業の純利益の変化幅を示したものである。日本企業全体を平均すると大幅な増益が示されているものの、純利益の増加は増加幅の大きい上位100社に集中しており、企業によってばらつきが大きい。インフレ率を上回る賃上げが浸透するためには、利益の増加が多くの企業へ広がっていくことが求められる。

図表11　資本と労働の価格



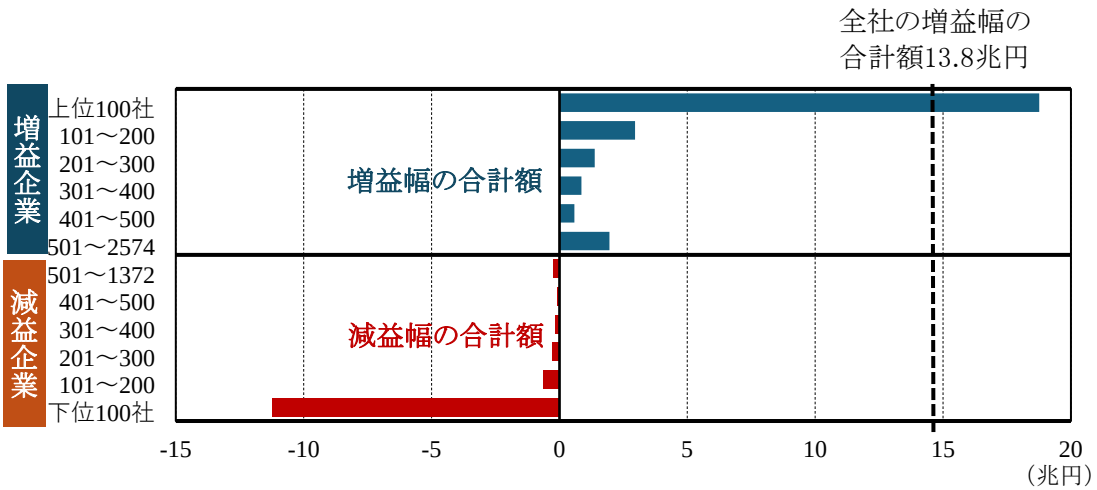
（注）全規模全産業（金融・保険業を除く）
（出所）資本データと従業員数は財務省「法人企業統計年報」、賃金と労働時間は厚生労働省「毎月勤労統計調査」から5人以上の賃金と労働時間を用いた。

図表12　資本労働比率と資本と労働の相対価格の推移



（注）全規模全産業（金融・保険業を除く），1995年度を100とした指数。
（出所）資本データと従業員数は財務省「法人企業統計年報」、賃金と労働時間は厚生労働省「毎月勤労統計調査」から5人以上の賃金と労働時間を用いた。

図表13　上場企業の純利益の変化幅（2021年度→2022年度）

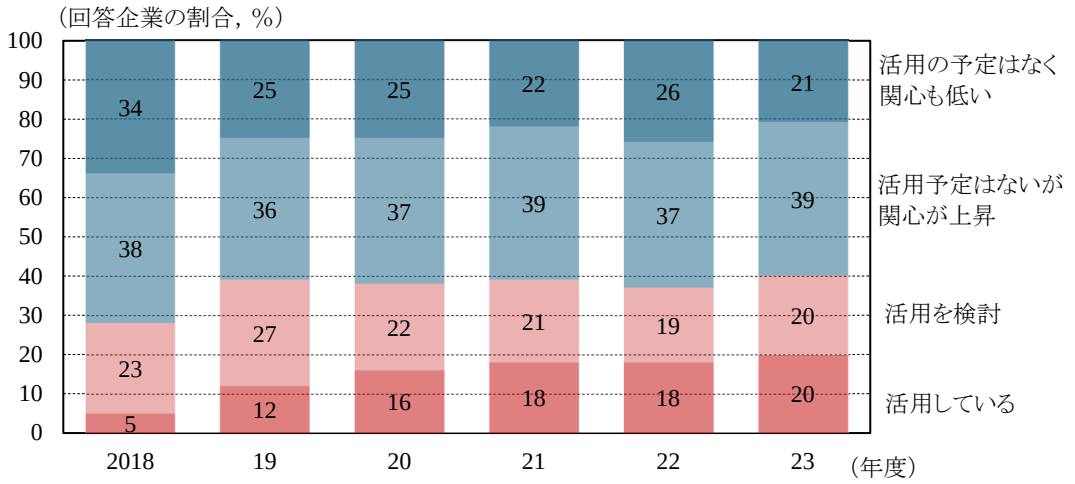


（注）比較可能な3946社を対象とした
（出所）Needs-FinancialQuest

人手不足のほかにも、近年の大きな環境変化として、IT技術の進歩と脱炭素化への対応がある。図表14と図表15は、日本政策投資銀行「企業行動に関する意識調査」から関連する結

果を示したものである。これらの図を見ると、AI（人工知能）、IOTなどの活用を予定していない企業が6割を超える状況が続いており、設備投資計画に占める脱炭素化関連の割合もかなり小さいことが分かる。こうした環境変化も、今のところ設備投資を押し上げる起爆剤になっているとは言い難い。

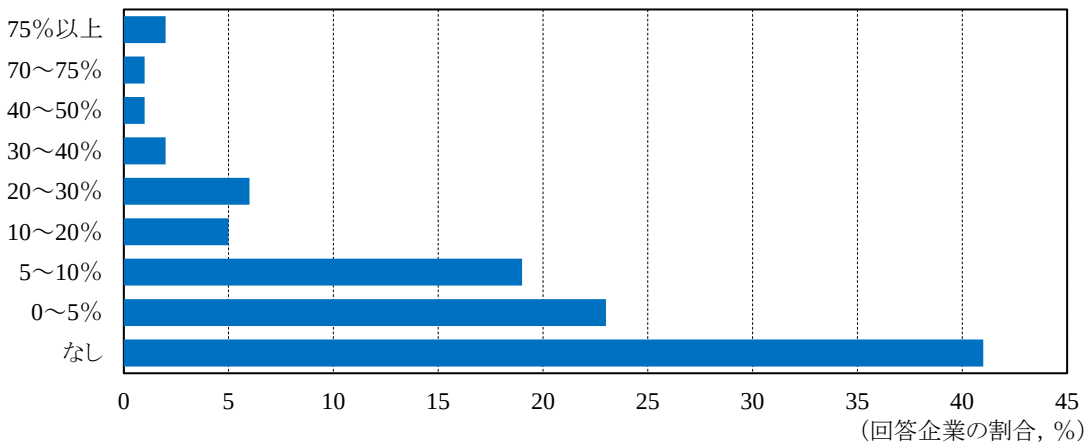
図表14　AI、IOTなどの活用状況



（注）調査対象：資本金10億円以上の民間法人企業（金融・保険業を除く）、回答企業1,075社、調査時点：2023年6月23日

（出所）日本政策投資銀行「企業行動に関する意識調査」

図表15　設備投資計画に占める脱炭素化関連の割合(2023年度計画)



（注）調査対象：資本金10億円以上の民間法人企業（金融・保険業を除く）、回答企業1,075社、調査時点：2023年6月23日

（出所）日本政策投資銀行「企業行動に関する意識調査」

3. 企業は資金をため込んでいるのか

2010年代に入り、堅調な企業収益のもと企業の内部留保は拡大してきた。しかし、その資金は成長期待の低い国内での設備投資へ向かわず、それによって企業部門に資金余剰が生じている。そこで本節では、企業は手にした資金を何に充当してきたのかを見ていく。結論を先取りすると、企業の貸借対照表には現預金と投資有価証券・その他投資が増加しており、これらの企業行動が何を意味するのかについて考察する。

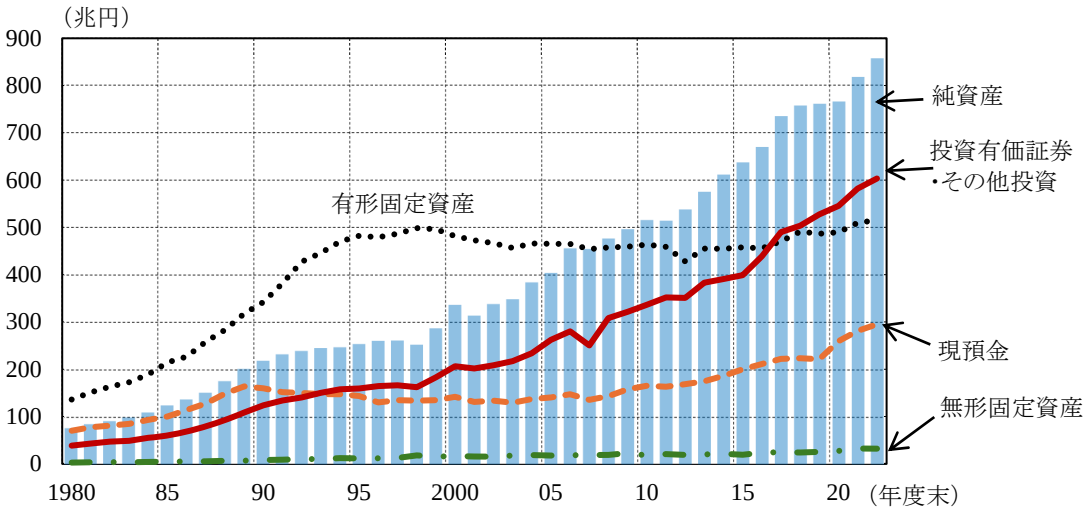
(1) 内部留保の内訳

企業の内部留保の増加は堅調な利益の結果であり、それが必ずしも資金のため込みを示すものではない。純資産が増加し財務体質の改善につながるため、内部留保の増加自体が問題なのではなく、議論されるべきは、資金が効率的に活用されているか否かである。

財務省「法人企業統計年報」によると、2010年度から2022年度にかけて企業の純資産は342兆円増加している（図表16）。それに伴い貸借対照表の資産側では何が増えているのかを確認すると、最も増加したのは投資有価証券・その他投資であり、267兆円の大幅増となっている。投資有価証券・その他投資の主な内容は他の会社の株式保有であり、設備投資ではない形で資金が使われていることを意味している。次に増加幅が大きいのは現預金で、130兆円増加した。一方、有形固定資産は52兆円、無形固定資産は14兆円の増加にとどまる。以上のデータから、資金は主として、投資有価証券・その他投資と現預金の2つに向かったことが分かる。

次に、投資有価証券・その他投資や現預金の変動を、期間別、産業別、企業規模別に見てみる（図表17）。左上の表は全規模全産業を対象とし、コロナ・ショック前の2019年度までとその後を比較したものである。左下の表は、ホールディングス化が原因で投資有価証券が増えてしまう影響を取り除くため、純粋持ち株会社を除いたものである。これらの表から、すべての期間で投資有価証券・その他投資と現預金の増加幅が大きいことが確認でき、その傾向は純粋持ち株会社を除いても同様である。現預金に着目すると、コロナ・ショック後の増加幅が比較的大きく、同時期に金融機関の借入金も両建てで増加していることが指摘できる。右側の表は、産業別、企業規模別に分類したものであり、投資有価証券・その他投資は大企業での増加が、現預金は非製造業での増加がそれぞれ目立っている。また、非製造業では金融機関借入金・社債がコロナ・ショック後に増加していることが分かる。

図表16　純資産と資産の変動



（注）全規模全産業（金融・保険業を除く）、有形固定資産＝土地＋建設仮勘定＋その他の有形固定資産
（出所）財務省「法人企業統計年報」

図表17　資産等の変動（期間別、産業別、企業規模別）

【全規模全産業】

	現金・預金	投資有価証券・その他投資	金融機関借入金・社債	純資産
2010～2022	130	267	76	342
2010～2019	56	191	25	245
2019～2022	74	76	51	97

【全規模全産業（除く持ち株会社）】

	現金・預金	投資有価証券・その他投資	金融機関借入金・社債	純資産
2010～2022	120	145	54	279
2010～2019	49	97	7	191
2019～2022	71	48	47	88

（単位：兆円）

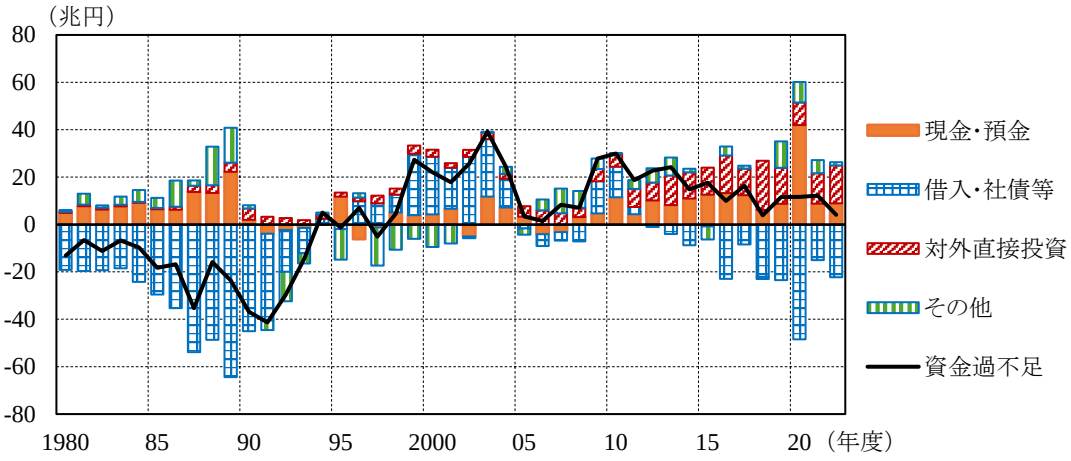
【産業・規模別（2010~2022年度）】

		現金・預金	投資有価証券・その他投資	金融機関借入金・社債	純資産
全産業	全産業	130	267	76	342
	製造業	21	60	6	89
	非製造業	109	207	70	253
大企業	全産業	36	213	50	169
	製造業	13	53	5	64
	非製造業	23	159	45	105
中堅企業	全産業	21	23	10	63
	製造業	4	4	1	15
	非製造業	17	18	9	48
中小企業	全産業	73	32	16	110
	製造業	5	2	0	9
	非製造業	69	29	16	101

（注）金融・保険業を除く
（出所）財務省「法人企業統計年報」

図表18は、日本銀行の資金循環表を用いて企業の資金過不足の要因分解を示したものである。これまで確認してきたように、非金融法人企業部門は1990年代半ばから資金余剰の状態が続くが、1990年代末から2000年代半ばまでの資金余剰の際には、その資金は現預金の増加だけではなく、借入金の返済に充てられていたことが分かる。しかし、2010年代からは状況が変わり、対外直接投資の増加が目立つ。すなわち、この対外直接投資が投資有価証券・その他投資の主な中身と言え、このことは、日本企業は海外では利益を求めてリスクと向き合っていることを意味する。また、コロナ・ショックが発生した2020年度に着目すると、借入・社債等と現預金が両建てで増加していることも確認できる。

図表18　非金融法人企業部門の資金過不足の要因分解



（出所）日本銀行「資金循環勘定」

(2) 企業の現預金保有の動機

企業の現預金保有の増加に対して、国内に有望な投資プロジェクトがないからであるとか、企業ガバナンスに問題があり投資を抑制した結果として現預金が積み上がった、などのさまざまな議論が存在する。一方、福田（2017）は、2010年代半ばまでの企業の現預金保有の増加の背景は中小企業と大企業とでは異なると指摘し、借入制約に直面する中小企業ではいざというときに備えた予備的動機の影響が少なくないが、大企業では潜在的な投資機会を見据えて保有した現預金が将来の不確実性が高く投資が実現できなかった結果として積み上がった側面があるとしている。このように、企業の現預金保有の動機はさまざまであり、時期によっても異なる。

企業の現預金保有の動機については、これまでOpler et al. (1999)など多くの研究が行われており、代表的な動機として、①取引的動機（収入と支出のミスマッチへの対応）、②予備的動機（予期せぬ流動性不足への対応）、③エージェンシー理論に基づく動機[8]（経営者と所有者との間の情報の非対称性への対応）などが広く知られている。

日本では、コロナ・ショックが発生した2020年度に現預金の増加が最も拡大したが、この時期には②予備的動機が大きかったと考えられる。バブル崩壊やリーマン・ショックを経験した企業にとって、将来の流動性ショックへの備えとしての現金保有が教訓となったことが想定され[9]、Honda & Uesugi (2022)ではコロナ禍においてもそうした傾向が現れたことが指摘されている。前述のように、2020年度には企業の現預金保有と借入・社債等が両建てで増加しており、必要に迫られて現預金を積み増したという側面が強かったと推察される。

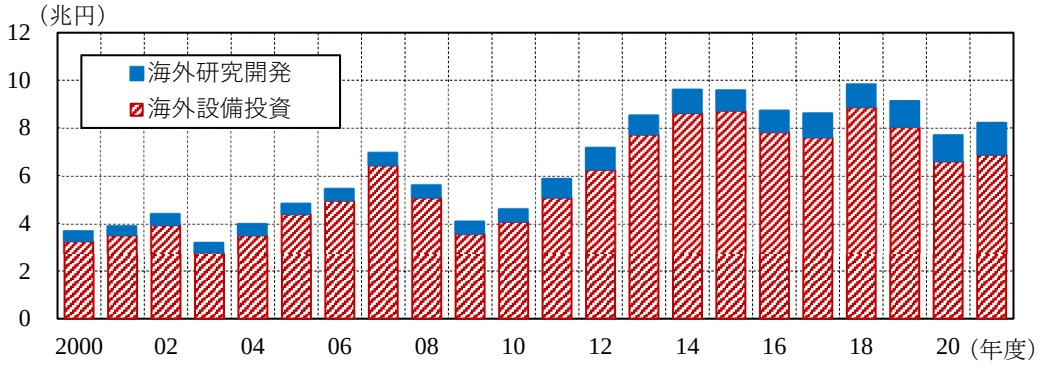
[8] Jensen (1986)では現預金は経営者の浪費につながるというフリーキャッシュフロー仮説、Myers (1984)ではペッキングオーダー理論が指摘されている。
[9] 品田・安藤（2013）では、バブル崩壊後とリーマン・ショック後の銀行借入が困難な時期に企業の現預金保有が拡大したことが報告されている。

(3) 海外設備投資の現状

海外設備投資は2010年代に大きく増加した（図表19）。ただし、2020年度以降は高水準ながら一服感がみられる。業種別に見ると、製造業が8割以上を占めており、海外設備投資の主役は製造業、とりわけ輸送機械の割合が高いことが確認できる（図表20）。

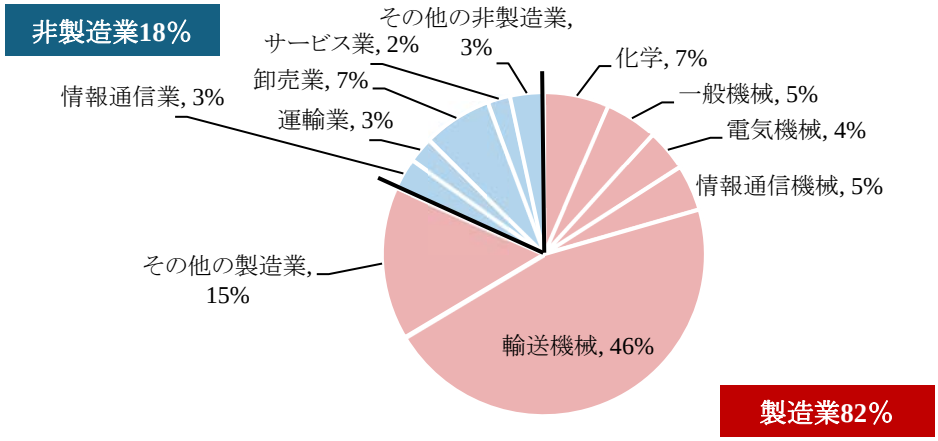
2010年代の海外設備投資の増加は、製造業の海外での生産能力を高めた。図表21を見ると、2021年度の製造業の海外市場向け輸出は68兆円であるのに対し、海外現地法人による海外市場向けの販売は92兆円に上っており、海外設備投資の目的は日本に逆輸入するためではなく海外で売るためであることが分かる。すなわち、成長期待の低い国内で設備投資を行うのではなく、企業の資金余剰は成長期待の高い海外へ向かっており、海外では企業は利益を求めてリスクと向き合っているように見える。しかし、1980年代後半から日本の製造業は、円高のたびにコスト削減を強いられ、これまで為替レートの変動の影響を極力緩和するためにグローバルな生産体制を目指してきたことを踏まえると、主として従来型のビジネスを海外で横展開する形で資金が運用されてきた側面が強いと考えられる。つまり前述のように、AIやIOTなどのテクノロジーの変化に対応した新たな成長分野への投資に大量の資金が向かっているわけではない。

図表19　企業の海外設備投資



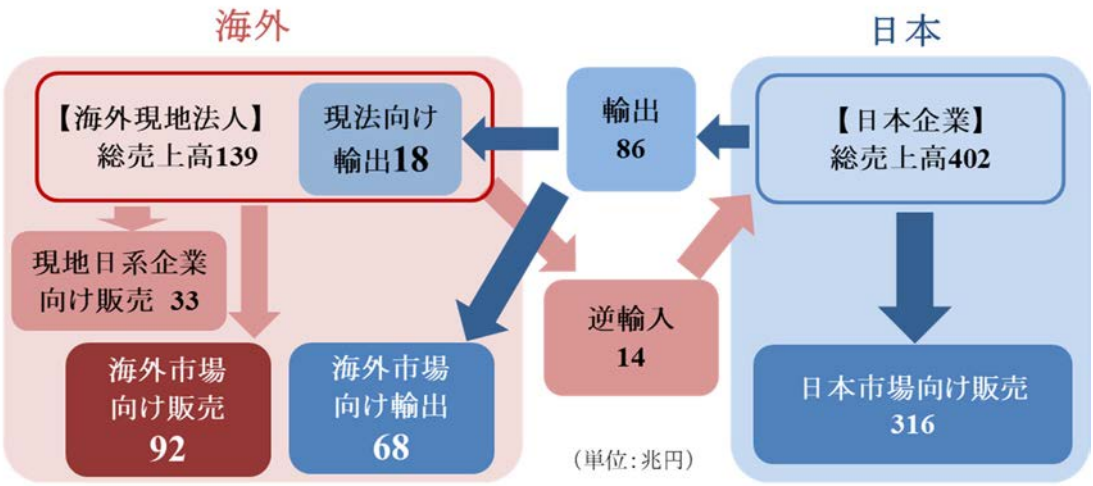
（出所）経済産業省「海外事業活動基本調査」

図表20　海外設備投資の業種別構成比



（注）国内親会社の業種分類
（出所）経済産業省「海外事業活動基本調査」

図表21　2021年度における製造業の海外売上高と輸出のイメージ図



（注）異なる統計を組み合わせて作成しているため、厳密には整合性を欠く面がある。
（出所）財務省「法人企業統計」「貿易統計」、経済産業省「海外事業活動基本調査」

一方、海外設備投資の地域別構成比を見ると（図表22）、北米が圧倒的に多く、中国は1割強しかない。したがって、中国経済の成長ペースが落ちたとしても、日本企業の海外設備投資が総崩れになるとは考えにくい。

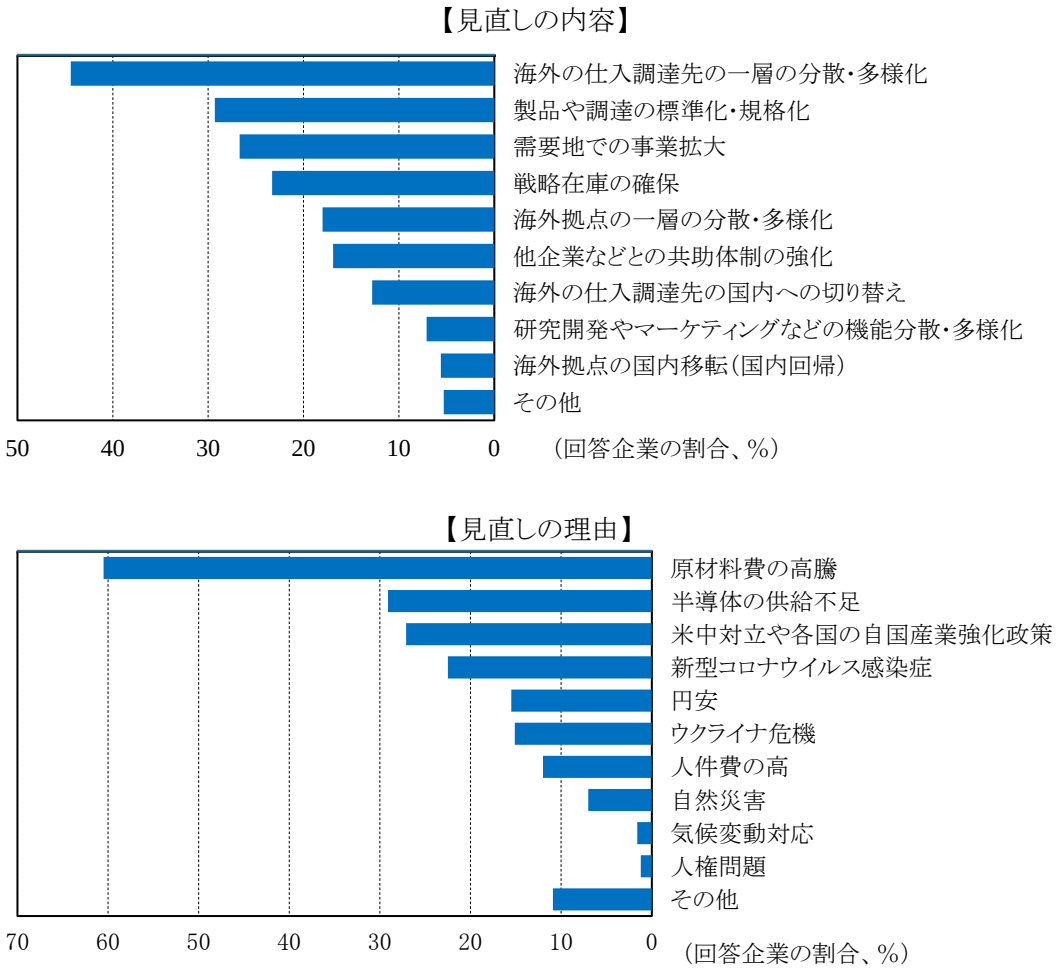
図表22　2021年度における海外設備投資の地域別構成比

中国	その他のアジア	北米	中南米	大洋州	欧州	中東・アフリカ	合計
11%	25%	44%	7%	3%	10%	1%	100%

（出所）経済産業省「海外事業活動基本調査」

海外設備投資が2020年度に頭打ちになった原因として、グローバルサプライチェーンの見直しに伴う国内回帰という声が聞かれる。しかし、図表23に示した日本政策投資銀行「企業行動に関する意識調査」を見ると、グローバルバリューチェーンの見直しの内容として目立つのは分散化であり、今のところ国内回帰の大きな流れは確認できていない。

図表23 グローバルサプライチェーンについての企業アンケート

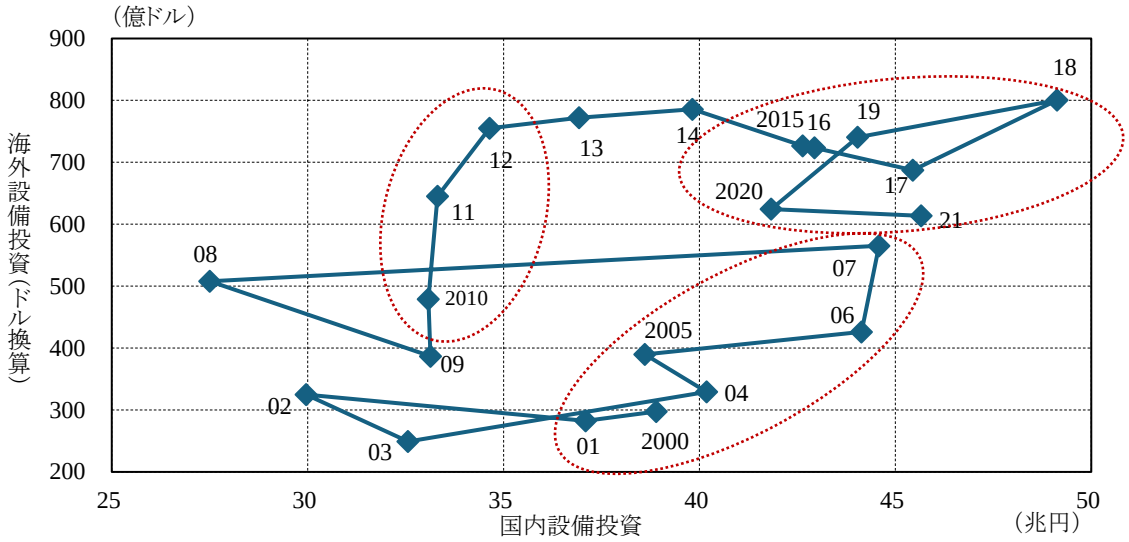


（注）調査対象：資本金10億円以上の民間法人企業（金融・保険業を除く）、回答企業1,075社、調査時点：2023年6月23日

（出所）日本政策投資銀行「企業行動に関する意識調査」

次に、設備投資の国内・海外のバランスを確認するために、縦軸に海外設備投資、横軸に国内設備投資をとり、2000年度以降をプロットした（図表24）。2007年度までは、国内・海外ともに設備投資が増加したが、円高方向に振れた2010年代初旬には海外設備投資を中心に増加したことが分かる。ところが円安方向に振れた2010年代後半以降、海外設備投資の伸びは鈍化し、国内投資と海外投資のバランスが変化している。このことから、海外設備投資の動向に為替レートが大きく影響した可能性がある。

図表24　国内外の設備投資の推移



（注）図内の数字は年度

（出所）財務省「法人企業統計」、経済産業省「海外事業活動基本調査」

(4) 対外直接投資の現状

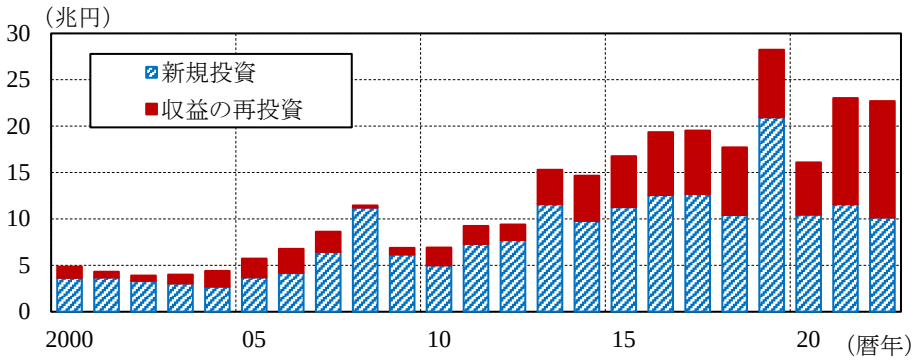
今度は、対外直接投資について見てみる。対外直接投資の推移を示した図表25を見ると、海外設備投資と同様に対外直接投資も2010年代に大きく増加しており、近年、収益の再投資の占める割合が拡大傾向にあることが分かる。これは、海外で稼いだ資金を海外投資へ振り向けるという流れが定着してきたことを意味するため、日本国内で儲からないと国内投資は限定的になってしまうことが示唆される。また、図表26に示した新規の対外直接投資（ドル換算）と為替レートの推移を見ると、2020年代には新規の対外直接投資が伸び悩んでおり、これには、為替レートが円安方向へ振れたことが影響した可能性が高い。

対外直接投資は、海外設備投資と違って製造業に集中しているわけではない。業種別の対外直接投資の推移を見ると（図表27）、非製造業でも活発であり、鉱物資源の確保や通信、金融など幅広い分野で行われている。対外直接投資はM&Aという形態をとる場合も多く、2010年代後半の対外直接投資の盛り上がりには、IN-OUT[10]のM&Aが大きく寄与した。

本節では、企業部門の資金がどこへ向かったのかを検討してきたが、ここから見えてくる企業行動は次のようなものである。2010 年代に入り堅調な企業収益のもと内部留保が拡大したが、その資金は現預金だけでなく対外直接投資へ向かった。成長期待の低い国内で設備投資を行うのではなく、それによって生じた資金余剰を成長期待の高い海外で従来型のビジネスを横展開する形で運用し、さらに稼いだ資金を海外で再投資するという企業行動である。

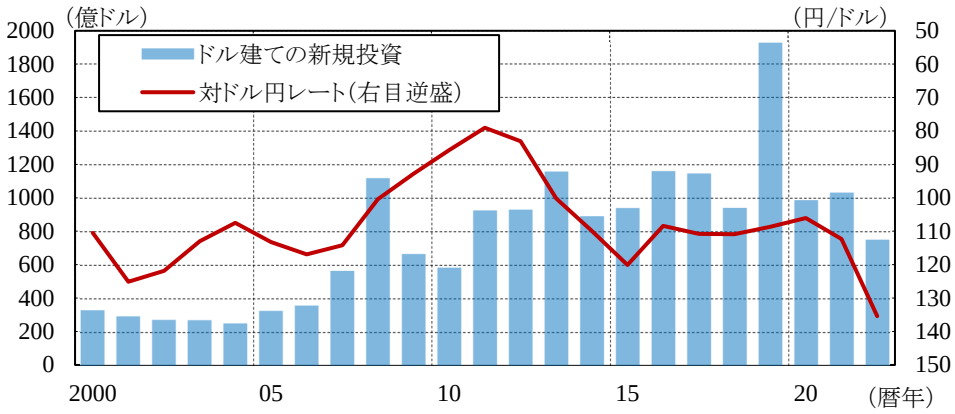
[10] 国内企業が海外企業を買収する形態の M&A のことを指す。そのほかに、IN-IN（国内企業が国内企業を買収する形態）や OUT-IN（海外企業が国内企業を買収する形態）がある。

図表25　対外直接投資の推移



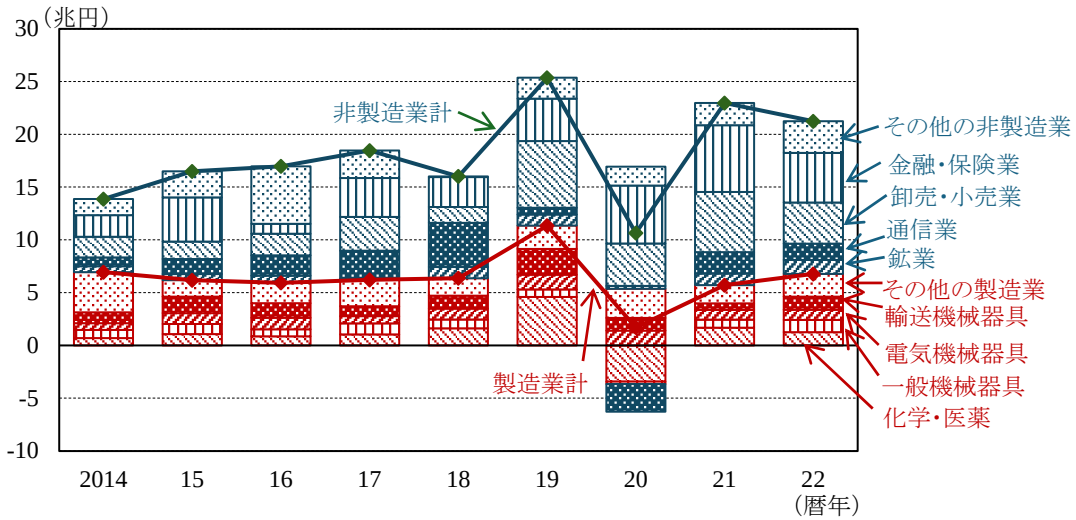
（出所）財務省・日本銀行「国際収支統計」

図表26　新規の対外直接投資（ドル換算）と為替レート



（出所）財務省・日本銀行「国際収支統計」

図表27　業種別の対外直接投資の推移



（注）現地法人の業種分類

（出所）財務省・日本銀行「国際収支統計」

4. 課題を問い直す

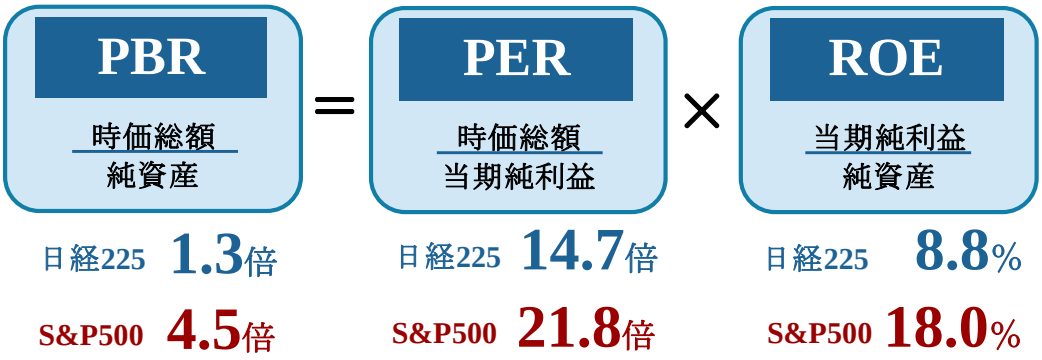
前節までは、企業行動に焦点を絞り、日本の企業部門の長期にわたる資金余剰の背景にある設備投資の弱さの原因と、企業部門の資金余剰がどのような形で使われてきたのかを検討してきた。本節では、日本企業のかかえる課題をマクロ経済全体から見て捉えなおすことで、政策的なインプリケーションを導く。

(1) 日本企業の低いPBRとその要因

まず、日米のPBR（株価純資産倍率）を比較する（図表28）。2023年末時点で比較すると、S&P500のPBRが4.5倍に対して、日経225のPBRは1.3倍であり、日本企業のPBRは米国企業に比べかなり低い。PBRはPER（株価収益率）とROE（自己資本利益率）の積で表すことができるため、2つに分解してみると、PERとROEのいずれも、米国企業よりも日本企業がかなり低いことが分かる。

PERは時価総額が当期純利益の何倍あるかを示しているので、将来期待を反映した指標であり、ROEは純資産を活用してどれだけ稼いだかを示しているので、企業による自己資本活用の効率性を反映した指標と言える。日本企業のPBRが低いのは、PERとROEの両方が低いためであり、これは以下のことを意味する。すなわち、日本企業の利益は2010年代に入り堅調に増加し自己資本が拡充したが、企業が自己資本を効率的に活用していないため、投資家が抱く「企業の成長期待」は低くとどまってしまい、その結果としてPBRも低くとどまっているということになる。

図表28　PBR（株価純資産倍率）の計算式と日米比較



（注）日米とも2023年末時点、S&P500では、単純計算では等号は成立しない。
（出所）日本経済新聞社、S&P

日本企業のPBRが低くとどまるなか、昨年、東京証券取引所がPBR1倍割れ企業に改善を求めた[11]。これは、自己資本を有効活用していない企業に対して、ガバナンス改革を求めたものと解釈することができる。

企業のガバナンスに対する批判の声は後を絶たない。例えば、消費者のニーズを掘り起こすようなビジネス展開が不十分、企業価値向上のための経営資源の適切な配分がなされていない、低生産部門から撤退して新しい領域の開拓が不十分、などさまざまなものがある。これらの声の背景にあるのは、企業が前向きなビジネス展開をできないのはガバナンスに問題があるからであり、適切にリスクをコントロールしながら経営資源を組み替えるような経営がなされていないというものである。すなわち、「企業が自己変革できないのはガバナンスの問題」という見方と言える。

しかし、企業が自己資本を有効活用できずにいる理由はほかにも存在する。企業の立場から見ると、企業の自己変革を妨げる経済社会環境があったことを見逃すことはできないだろう。例えば、企業が新製品や新サービスの開発に積極的でなかったのは、「良いもの」よりも「安いもの」を求める消費者ニーズに応え、とにかくコスト削減を重視してきたからという事情がある。また、国内設備投資に積極的でなかったのは、成長期待が低い日本市場よりも成長期待の高い海外で従来型のビジネスを横展開する方が合理的であったためとも言える。さらに、日本では労働市場の流動性が低く従業員は雇用維持を求める傾向があるため、企業が新領域へビジネス展開を広げる際には、その企業の内部人材のスキルの範囲に限られてしまうことも考えられる。このように、企業をとりまく経済社会環境という制約条件の下で、企業は最適な行動をしてきたのだが、その結果として自己資本が有効活用できなかったと言うこともできる。これらの背景にあるのは、「企業の自己変革を妨げる経済社会環境の存在」が制約となって、企業は自己資本を有効活用できなかったという見方である。

企業が自己資本を有効活用するということは、企業が自らの成長のために経営資源の再配分を行うことを意味し、それは企業が自己変革することにほかならない。日本企業の自己変革が進まなかった背景には、ガバナンスの問題だけではなく、企業を取り巻く経済社会環境が存在していたことも重要な論点の1つと言えよう。

(2) 老いていく日本企業

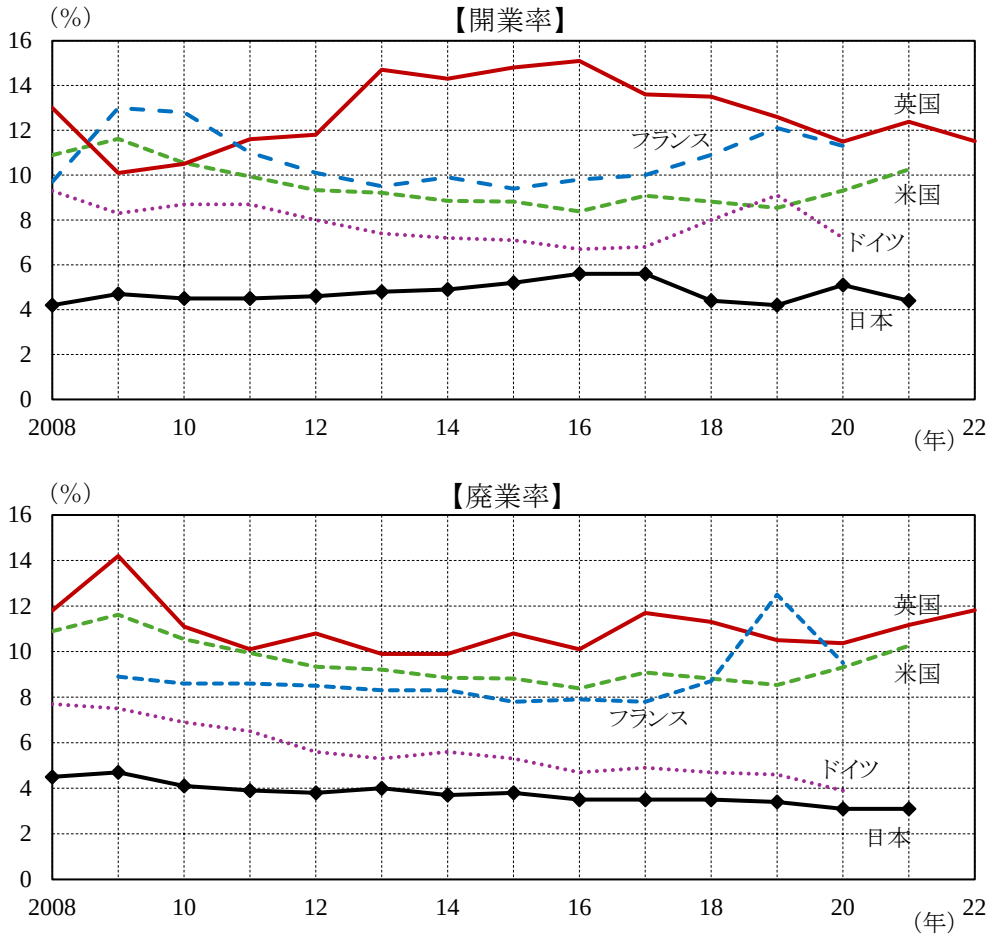
図表29は、開業率と廃業率を、日本、米国、英国、ドイツ、フランスの5ヵ国で国際比較したものである。2021年度の日本の開業率は4.4%、廃業率は3.1%にとどまっており、いずれも5ヵ国の中で最も低く、日本では、新しい企業の誕生による新規参入が少ないだけでなく、退出する企業も少ない。

上場企業を見渡すと、米国では、GAFAM（Google、Amazon、Facebook、Apple、Microsoft）

[11] 東京証券取引所は2023年3月に「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応について」を公表し、低PBRにとどまっている上場企業に対して、「継続して資本コストを上回る資本収益性を達成し、持続的な成長を果たすための抜本的な取組み」についての積極的かつ速やかな対応を求めた。

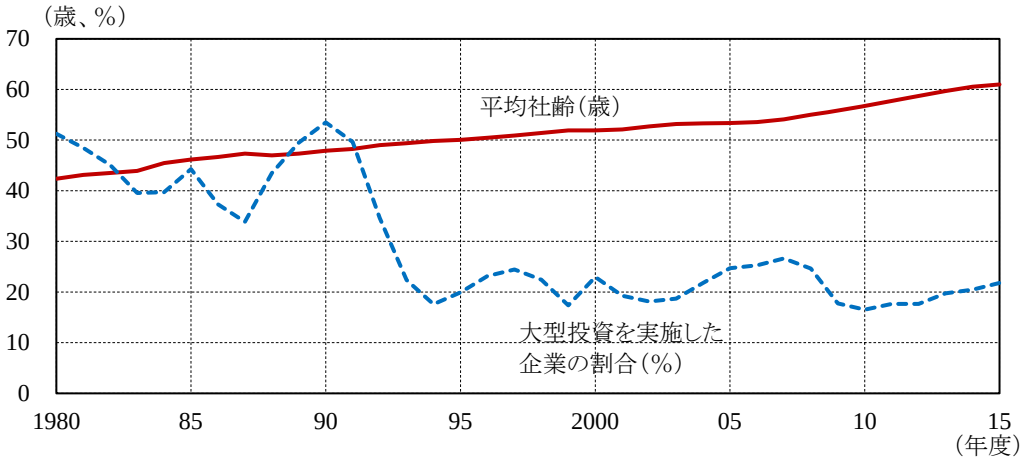
に代表されるように新しい成長企業が次々に現れているが、図表30を見ると、日本の上場企業の社齢は年々上昇しており、日本では上場企業の顔ぶれにも変化が乏しい。第2節で、設備投資の制約要因の1つとして社齢を指摘したが、大型投資を実施した企業の割合を見ると、ビジネス拡大に大きくかかわる大型投資に対しても社齢の上昇が負の影響を及ぼしてきた可能性が指摘できる。

図表29　各国の開業率と廃業率の推移



（出所）日本：中小企業庁、米国：センサス局、英国・ドイツ・フランス：eurostat

図表30　上場企業の社齢



（注）対象は東証、大証、名証の1部2部上場企業、大型投資とは各企業の資本ストックの20%を超える設備投資を指す。

（出所）田中（2019）

このように、日本では企業や産業の新陳代謝が悪く、企業の顔ぶれに変化が乏しい。顔ぶれの変わらない既存企業は設立以来年数を重ね、社齢が上昇傾向にある。この社齢の上昇が、企業の自己変革を難しくしている可能性もある。

企業の高齢化や、企業で働く従業員の高齢化が、企業パフォーマンスにどのような影響を及ぼすかについては、これまでさまざまな研究が行われてきた。Evans (1987)は、社齢が高まると企業の成長が低下することを指摘している。梅田他（2017）によると、経営者や従業員の高齢化が設備投資を抑制するとのことである。また、Yamaguchi et al. (2022)では、社齢が上がると研究開発が近い領域でしか行われなくなることを指摘している。一方、Barron et al. (1994)は、社齢が上昇すると組織が硬直化し、組織運営に変化が乏しくなるほか、外部環境の変化に対応できなくなると指摘する。さらに、Cohen and Bacdayan (1994)は、組織の硬直化は惰性的な行動につながり、潜在的に貴重な可能性が無視される可能性があるほか、以前の経験に基づく認識によって不適切な行動をしてしまうことがあると指摘している。

(3) マクロの視点から企業行動を捉えなおす

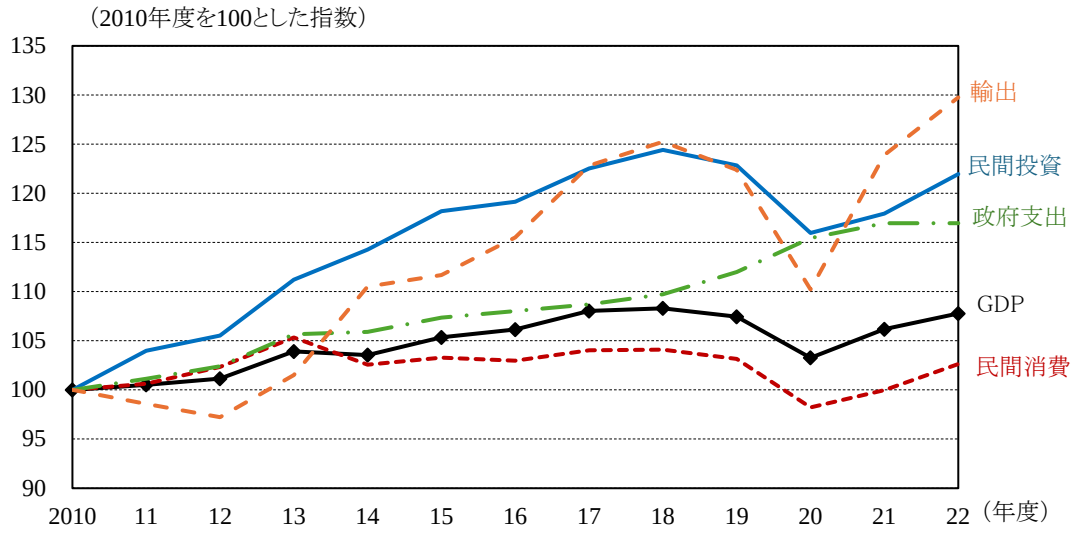
ここまでの議論から、日本の企業・産業の抱える以下の問題点が浮かび上がってくる。すなわち、日本では企業・産業の新陳代謝が悪く、旧態依然とした企業・産業に労働・資本が張り付いてしまい、新しい将来性のある企業・産業が生まれにくくなっているということである。労働や資本が成長分野へ円滑に動くことができれば、成長分野を広げることが可能である。しかし、労働市場の流動性が乏しい日本では、企業は雇用維持という社会的要請に応え、政策面でも雇用を守ることに軸足が置かれてきたと言える。もちろん、成長分野を広げることができなかったことに企業ガバナンスの問題も関係してくるが、流動性の乏しい労

働市場という経済社会環境の存在も見逃すことはできない。

図表31に、GDPとその支出面の内訳（民間消費、民間投資、政府支出、輸出）を、それぞれ2010年度を100とした指数で表した。この図を見ると、2010年代に入ってからの民間消費の弱さが目立ち、弱い民間投資の背後に、民間消費をはじめとした弱い内需があることが分かる。このように見ていくと、設備投資の弱さは企業だけの問題ではなく、マクロ経済全体の問題として捉える方が適切であると考えられる。

そこで、企業部門からマクロ経済全体に議論を広げて、日本企業が陥った悪循環という仮説を提示してみたい。まず、家計は低成長を長期にわたり経験したことに伴い、賃上げよりも雇用維持を求め、「良いもの」よりも「安いもの」を選好し消費を抑制する、いわゆる生活防衛の行動パターンをとるようになる。消費の弱さに直面した企業は、国内設備投資を抑制し、海外で従来型のビジネスの横展開に活路を見出す。また、国内では「安いもの」を求める家計のニーズに応えるために、新製品や新サービスの開発よりも賃上げ抑制と非正規雇用の活用でコスト削減に注力する。その結果、企業は自己資本の効率的な活用をできず、それを目の当たりにした投資家は、企業の将来へ向けた成長が期待できないため、株式市場で低く評価することになり、低いPBRや低いトービンのqとなって表れる。低いトービンのqを受け止めた企業は、設備投資を抑制しようとするため、自己資本の非効率性に拍車がかかるほか、低成長が続くため家計の財布の紐は一層固くなる。その家計の消費行動を受けて、企業は新製品や新サービスの開発よりもコスト削減に一層力を入れる。日本経済の長期停滞の背後で、このような悪循環が存在した可能性がある。

図表31　GDPとその支出面の内訳（民間消費、民間投資、政府支出、輸出）の推移



（出所）内閣府「国民経済計算」

以上は仮説にすぎないが、日本経済に対する成長期待の低下と現実に起こった長期停滞は、企業だけの問題ではなく、家計やそのほかの経済主体の行動が深く絡み合っていることは間違いない。したがって、長期にわたる企業の資金余剰や設備投資の弱さは、企業部門だけではなくマクロ経済全体で考えるべき問題と言えよう。

企業部門について言うと、新陳代謝が悪く、旧態依然とした分野に経営資源が張り付き、成長分野が広がっていない。低生産部門に張り付いた経営資源が、新しい成長分野を求めて、企業内で新領域へ、あるいは企業外へ動き出さなければならない。近年、デジタル化やAI技術の進展、脱炭素化、経済安全保障など、企業を取り巻く環境は大きく変化しようとしているが、企業部門がこれらの流れにうまく乗れず、テクノロジーの変化や需要のシフトにうまく対応できないのは、企業が自らの成長のために経営資源を再配分できていないからだと言える。

(4) 好循環のためにできること

長期にわたり続き、かつ、家計や投資家をも巻き込んだマクロ経済全体の悪循環を断ち切り好循環へと転換することは、成長期待の低下が深くかかわっているだけに、簡単な話ではない。しかし、大胆な金融政策を駆使してもあれだけ上がらなかった物価がここ数年上がり始めたように、何かのショックでマインドが変われば好循環が動き始めるということも十分に考えられる。そのために政策的にやっておくべきことは、好循環がうまく動くための環境整備だと考えられる。

企業はさまざまな制約条件の下で利潤最大化行動をとってきたという観点からは、その制約条件を緩和しておくことが重要である。企業が自己変革に取り組み、経営資源が新しい成長分野へ動き出す際、最大の制約条件となるのは労働市場と考えられる。柔軟な労働市場がないと、低生産部門に張り付いた経営資源が、新しい成長分野を求めて動き出すのは難しい。反対に、まず企業が経営資源を大胆に動かし始めれば、次第に労働市場が流動化していくという逆のルートも想定されるが、その場合でも、あらかじめそれに対応できる環境整備をしておかなければ、過渡期に労働市場が混乱することになる。

労働市場に関する環境整備は、例えば、テクノロジーの変化に対応したスキル習得の後押し、年収の壁や3号被保険者制度などを多様な働き方が可能なものへ見直すこと、厚生年金基金のポータビリティを高めることや労働移動の制約となっている退職金税制の見直しなど、やるべきことは数多くある。労働市場以外の分野でも、テクノロジーの変化に対応した社会構造改革や、GX（グリーン・トランスフォーメーション）の方向性などの将来課題解決のための道筋を提示することも必要であると考えられる。

参考文献

梅田政徳・川本琢磨・酒巻哲朗・堀雅博（2017）「企業内部の高齢化が設備投資に与える影響」『経済分析』196号

品田直樹・安藤浩一（2013）「日本企業の現預金保有の推移とその要因」『証券アナリストジャーナル』第51巻，第6号

田中賢治（2019）「堅調な企業収益と低調な設備投資のパズル」『経済分析』200号

福田慎一（2017）「企業の資金余剰と現預金の保有行動」『フィナンシャル・レビュー』132号

本間正明・跡田直澄・林文夫・秦邦昭（1984）「設備投資と企業税制」，経済企画庁経済研究所『研究シリーズ』第41号

Barron, D. N., E. West and M. T. Hannan (1994), “A Time to Grow and a Time to Die: Growth and Mortality of Credit Unions in New York City, 1914-1990,” *American Journal of Sociology*, 100 (2).

Cohen M. D., and P. Bacdayan (1994), “Organizational Routines are Stored as Procedural Memory: Evidence from a Laboratory Study,” *Organization Science* 5 (4).

Evans D.S. (1987), “Tests of Alternative Theories of Firm Growth,” *Journal of Political Economy*, 95 (4).

Hayashi, F., and Inoue, T. (1991), “The Relation Between Firm Growth and Q with Multiple Capital Goods: Theory and Evidence from Panel Data on Japanese Firms,” *Econometrica*, Vol.59(3).

Honda, T., and Uesugi, I. (2022),“COVID-19 and Precautionary Corporate Cash Holdings: Evidence from Japan,” *Japanese Journal of Monetary and Financial Economics*, 10.

Ogawa, K., Kitasaka, S., Watanabe, T., Maruyama, T., Yamaoka, H., and Iwata, Y. (2000), “Asset Markets and Business Fluctuations in Japan,” *The Economic Analysis* (‘KeizaiBunseki’), No.36.

Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R., and Williamson, R. (1999), “The Determinants and Implications of Corporate Cash Holdings,” *Journal of Financial Economics*, 52(1).

Jensen, M. C. (1986), “Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers,” *American Economic Review*, 76(2).

Myers, S. C. (1984), “The Capital Structure Puzzle,” *Journal of Finance*, 39(3).

Yamaguchi, S., Nitta, R., Hara, Y. and Shimizu, H. (2022), “Firm Age, Proximity to the Past R&D, and Innovation.” Available at SSRN: https://ssrn.com/abstract=4189512 or http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4189512

補論 トービンの q の計算方法

第 2 節で示したトービンの q の計算方法は以下のとおりである。

$$q = \frac{LB^m + V^m - LAND^m - OTHER^m - A}{(1-z)pK^r}$$

ただし、添え字の m は時価、r は実質である。また、q はトービンの q、LB^mは純負債、V^mは自己資本、$LAND^m$は土地、$OTHER^m$はその他の資産、A は過去の投資 1 単位の将来の減価償却による法人税節約分の割引現在価値、z は当期の投資 1 単位の当期以降の減価償却による法人税節約分の割引現在価値、p は投資財の再調達価格、K^rは実質資本ストックである。

(1) 実質資本ストック（K^r）

実質資本ストックは 1970 年をベンチマークとした恒久棚卸法で求めた。ベンチマークとなる 1970 年時点の資本ストックは、簿価の資本ストックを 1970 年国富調査を用いて時価換算し、設備投資デフレーターを用いて実質化した。なお、物理的償却率には、Hayashi&Inoue (1991)のデータを用いている。

(2) 地価（$LAND^m$）

Ogawa et al. (1994)の時価簿価比率で時価換算した。上昇率は、（財）日本不動産研究所の六大都市市街地価格指数（全用途平均）を使用した。

(3) 自己資本（V^m）

簿価表示の純資産に PBR（東証一部）をかけて市場価値換算した。

(4) 純負債（LB^m）とその他資産（$OTHER^m$）

簿価をそのまま使用した。

(5) 当期の投資 1 単位の当期以降の減価償却による法人税節約分の割引現在価値（z）

$z_t = \frac{\tau_t(DEPR_t)(1+r_t)}{r_t+DEPR_t}$　（τ_t：実効税率、$DEPR$：減価償却率）

$\tau_t = \frac{(u_t+v_t)(1+r_t)}{1+r_t+v_{t-1}}$　（u：法人税率＋法人住民税率、v：法人事業税率）

(6) 過去の投資 1 単位の将来の減価償却による法人税節約分の割引現在価値(*A*)

$A_t = \tau_t B_t$、$B_t = \sum_{s=t}^{\infty} \beta_s \left[\sum_{n=-\infty}^{t-1} D(n,s) p_n I_n\right]$、$D(t,s) = (DEPR_t)(1-DEPR_t)^{s-t}$のとき、

DEP を減価償却とすると、$B_{t+1} = (1+r_t)\left[B_t + \frac{z_t}{\tau_t} p_t I_t - DEP_t\right]$となるため、$B_t$の初期値を与えるとその系列が求められる。$B_t$の初期値は本間他（1984）による。